

审慎增持 (维持)

海汽集团

603069

疫情扰动致三季度业绩承压，注入海旅免税有望支撑业绩

2022年10月30日

市场数据

市场数据日期 2022-10-28

收盘价(元)	20.92
总股本(百万股)	316
流通股本(百万股)	316
总市值(百万元)	6611
流通市值(百万元)	6611
净资产(百万元)	863
总资产(百万元)	1912
每股净资产(元)	2.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《华丽转身,拟注入海旅免税—小而精、强运营的免税新贵》
2022-09-23

《海汽集团拟收购海旅免税,免税新星冉冉升起》2022-05-29

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	732	4872	6954	8786
同比增长	16.4%	565.5%	42.7%	26.3%
归母净利润(百万元)	-72	48	291	473
同比增长	26.8%	167.5%	500.2%	62.8%
毛利率	14.1%	16.9%	19.7%	21.3%
净利率	-9.9%	1.0%	4.2%	5.4%
净资产收益率	-7.6%	0.9%	5.3%	8.0%
每股收益(元)	-0.10	0.07	0.42	0.68
每股经营现金流(元)	-0.03	1.00	1.96	2.26

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

事件:海汽集团发布2022年三季度报,2022年前三季度公司实现营业收入4.90亿元,同比下滑14.43%;实现归母净利润-0.98亿元,同比下滑78.36%;实现扣非归母净利润-1.16亿元,同比下滑68.84%,基本EPS为-0.31元。第三季度,公司实现营业收入1.28亿元,同比下滑36.85%;实现归母净利润-0.65亿元,同比下滑242.04%;实现扣非归母净利润-0.72亿元,同比下降218.62%,基本EPS为-0.21元。总体来看,前三季度收入及业绩同比均下降,主要系:海南疫情影响人们的出行意愿,道路旅游客运行业表现不振;海南客运牌照放开后市场竞争激烈,公司业绩短期承压。2022年收购海旅免税,未来将会助力公司业绩增长。

点评:

- 公司收入主要来源为道路旅游客运,受疫情影响,营业收入及业绩继续承压,同比均有所下滑。2022年前三季度,公司营业收入同比下滑14.43%,归母净利润同比下滑78.36%。第三季度,公司营业收入同比下滑36.85%,归母净利润和扣非归母净利润分别同比下降242.04%、218.62%,前三季度营业收入及业绩同比下滑系由于:2022年起,海南疫情多点散发,影响人们的出行需求,道路旅游客运业务是公司主要收入来源,故业绩短暂承压,同比均有所下降。第三季度营业收入及业绩同比下滑较大,主要系:8月疫情在海口、三亚等多地散发,海口、三亚等11个市县先后下发相关通告暂停道路客运班线运营,对公司业务影响大。叠加全域临时性静默管理,对海南省暑运需求造成较大影响,公司收入及业绩同比大幅下滑。截

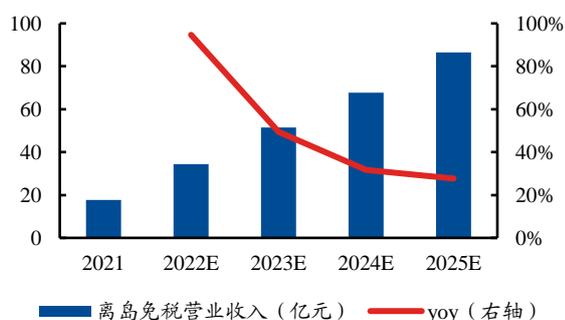
风险提示:疫情导致客运量下降、旅游客运牌照政策变化、再投资风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

至 2022 年 9 月 30 日，除万宁分公司，其余客运站已恢复生产经营。

- **2022 年公司收购以免税品零售业务为主营业务的海旅免税，并表后将会助力公司收入、业绩增长。**8 月 29 日，海汽集团公告本次交易作价为 50.02 亿元，具体重组及募资方案可划分为两部分：第一部分：以发行股份的方式支付交易对价的 85%（发行价格为 11.09 元/股，拟合计发行 3.83 亿股），以现金方式支付剩余部分。第二部分：海汽集团拟向不超过 35 名投资人定增募资，发行股份数量不超过本次交易前总股本的 30%，即不超过 0.948 亿股，募集配套资金不超过 18 亿元。
- **本次收购将助力海汽集团从传统交通企业升级成综合旅游上市公司，打造海南旅游新名片。**海旅免税 2020 年 7 月 21 日成立，同年 8 月 12 日顺利获得离岛免税牌照，同年 12 月 30 日三亚海旅免税城开业。海旅免税在离岛免税、有税、跨境电商、奥特莱斯四大商业板块均有布局：1) 离岛免税，三亚海旅免税城经营面积达 9.5 万平，吸引超过 884 个国际知名品牌入驻。线上商城 2021 年 1 月 25 日正式上线；2) 有税业务，除了海旅免税城内有税店铺外，海旅免税会员购于 2021 年 8 月上线，是海南离岛免税业务的延伸，旅客可以在离开海南 180 天内继续在该平台选购；3) 跨境电商业务，主要由子公司海旅黑虎经营；4) 海旅免税奥莱城地处三亚市 CBD 核心商圈，总建筑面积约 10 万平，商业面积约 7 万平，总铺位数预计达 140 个，预计 2023 年开业。
- **海旅免税营收主要来源为离岛免税：**海旅免税 2021 年实现营收 24.43 亿元，2022Q1 实现营收 13.48 亿元，其中免税收入占比达 81.24%，有税收入占比 16.94%。**离岛免税业务为海旅免税的第一大收入来源**，同时近年来市场占有率不断提升，2021 年和 2022 年一季度离岛免税业务的市场占有率分别为 3.58% 和 7.44%，在海南离岛免税领域处于行业前列。得益于离岛免税政策的放开，2021 年离岛免税业务实现营收 17.69 亿元，占总收入的 72.41%。根据公司公告对离岛免税业务的评估预测，预计 2022 年营业收入将达 34.43 亿元，同比实现近一倍的增长。2023-2025 年营业收入将分别达到 51.44 亿元、67.73 亿元、86.48 亿元，同比增长 49.39%、31.67%、27.68%，持续保持稳增态势，助力海旅免税业绩稳增长。

图 1、海旅免税离岛免税业务收入预测（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：公司公告评估预测数据，相对较为保守

图 2、海旅免税度离岛免税业务毛利率预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：公司公告评估预测数据

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **海旅免税在较大折扣力度的同时快速实现盈利。**2021 年海旅免税实现毛利率 17.8%，期间费用率 16.3%，2022Q1 海旅免税毛利率 16.6%，期间费用率降至 8.7%，实现净利润 0.5 亿元，净利率达 3.7%。海旅免税香化品类最低折扣基本维持在 7 折或以下，在各免税商中整体折扣力度较大，在此背景下，预计公司的物业租金率、仓储物流成本以及拿货成本均具有市场竞争力，可见公司在整体供应链的议价能力较强。**未来有望通过其较强的盈利能力，填补公司道路旅游客运业务因疫情产生的业绩缺口。**

表 1、2021 年及 2022Q1 海旅免税财务数据

百万元	2021 年	2022Q1
营业收入(百万元)	2442.6	1348.4
毛利率	17.8%	16.6%
其中: 免税业务(百万元)	1768.7	1095.5
毛利率	17.7%	16.1%
有税业务(百万元)	544.1	228.5
毛利率	9.8%	11.3%
跨境电商业务(百万元)	97.2	2.5
毛利率	34.7%	36.8%
期间费用(百万元)	396.9	117.6
%	16.3%	8.7%
其中: 销售费用(百万元)	260.2	81.4
%	10.7%	6.04%
管理费用(百万元)	81.9	19.0
%	3.4%	1.4%
净利润(百万元)	-55.6	50.2
%	-2.3%	3.7%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **投资策略:** 考虑到海汽集团合并海旅免税后有望进行资源整合。随着免税相关政策红利不断释放, 叠加海旅免税自身资源禀赋, 公司营收和利润将持续增长, 我们维持盈利预测, 预计完成注入后海汽集团 2022-2024 年归母净利润将达 0.48、2.91、4.73 亿元, 考虑向海旅投增发及收购, 不考虑定增募集配套资金的情况下, 对应 2022 年 10 月 28 日收盘价 PE 302.0、50.3、30.9 倍, 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:**
 - (1) **疫情导致客运量下降:** 疫情导致公司临时停产、客运量下降, 从而影响公司营业收入, 业绩恢复进度可能低于预期;
 - (2) **旅游客运牌照政策变化:** 目前免税牌照仍为稀缺资源, 但海南省 2025 年全岛封关政策还未明确, 如果封关后免税牌照全面放开, 海旅免税的牌照优势将减弱, 影响公司未来盈利;
 - (3) **再投资风险:** 公司再投资的其他业务板块回报率可能不及预期, 影响公司收益。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	496	630	1904	3456
货币资金	244	308	1519	3020
交易性金融资产	15	0	0	0
应收票据及应收账款	90	80	82	83
预付款项	69	41	44	47
存货	23	141	202	248
其他	54	60	57	58
非流动资产	1376	5719	4557	3396
长期股权投资	7	12	9	10
固定资产	772	5152	4011	2858
在建工程	72	36	18	9
无形资产	226	226	226	226
商誉	1	1	1	1
长期待摊费用	12	12	12	12
其他	286	280	280	281
资产总计	1871	6348	6461	6852
流动负债	660	838	672	672
短期借款	0	158	0	0
应付票据及应付账款	164.57	186.84	184.93	182.17
其他	495	493	487	490
非流动负债	255	251	252	252
长期借款	100	100	100	100
其他	155	151	152	152
负债合计	915	1089	923	924
股本	316	699	699	699
资本公积	373	4241	4241	4241
未分配利润	204	253	529	915
少数股东权益	16	15	18	22
股东权益合计	956	5259	5537	5928
负债及权益合计	1871	6348	6461	6852

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-72	48	291	473
折旧和摊销	172	656	1159	1162
资产减值准备	0	-4	1	0
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	12	-1	-5
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	3	4
营运资金的变动	-137	-8	-82	-54
经营活动产生现金流量	-18	697	1372	1581
投资活动产生现金流量	-181	-4978	1	-2
融资活动产生现金流量	92	4345	-162	-77
现金净变动	-108	64	1211	1502
现金的期初余额	351	244	308	1519
现金的期末余额	243	308	1519	3020

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	732	4872	6954	8786
营业成本	629	4049	5587	6914
税金及附加	13	130	222	370
销售费用	9	423	577	716
管理费用	181	231	251	255
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	12	-1	-5
其他收益	43	43	43	43
投资收益	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	-61	71	361	579
营业外收入	5	4	5	5
营业外支出	2	4	3	4
利润总额	-59	72	363	580
所得税	14	24	69	102
净利润	-73	48	293	478
少数股东损益	-1	-1	3	4
归属母公司净利润	-72	48	291	473
EPS(元)	-0.10	0.07	0.42	0.68

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	16.4%	565.5%	42.7%	26.3%
营业利润增长率	18.1%	215.7%	409.0%	60.2%
归母净利润增长率	26.8%	167.5%	500.2%	62.8%
盈利能力				
毛利率	14.1%	16.9%	19.7%	21.3%
净利率	-9.9%	1.0%	4.2%	5.4%
ROE	-7.6%	0.9%	5.3%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	17.2%	14.3%	13.5%
流动比率	0.75	0.75	2.83	5.14
速动比率	0.72	0.58	2.53	4.77
营运能力				
资产周转率	38.4%	118.6%	108.6%	132.0%
应收帐款周转率	7.70	48.43	73.33	90.77
存货周转率	27.16	49.24	32.57	30.73
每股资料(元)				
每股收益	-0.10	0.07	0.42	0.68
每股经营现金	-0.03	1.00	1.96	2.26
每股净资产	1.34	7.50	7.89	8.44
估值比率(倍)				
PE	-203.8	302.0	50.3	30.9
PB	15.6	2.8	2.7	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn